

# 顺鑫农业：全国化“光瓶酒”龙头品牌，营收加速上涨可期

首次覆盖报告

马浩博(分析师) 袁雨曦(联系人)  
18917609091 010-69004650  
证书编号: S0280518060002 证书编号: S0280118010037

## ● 全国化“光瓶酒”龙头，主业酿酒毛利贡献近九成：

白酒是公司业绩主要来源，2017年公司旗下有三大板块“酒+肉+地产”：占总营收的55%、25%和15%；毛利贡献分别为89%、3%和3%。

## ● 主业聚焦酿酒，肉制品业务稳定，地产不排除剥离可能性：

(1)白酒：估算超级大单品牛栏山陈酿2017年销售量30万吨+，营收30亿+，市占率达7-8%，2012-2017年，陈酿收入从11亿增长到30亿，复合增长率近10%。(2)肉制品：稳定薄利，预计平稳发展。过去10年公司肉类加工业务规模均在30亿元左右，盈利波动跟猪价负相关。(3)地产：地产板块财务费用掩盖主业优良质地。2015年以来，公司坚定主业酿酒聚焦战略稳步推进，2018年预计地产板块财务费用致亏2亿元，不排除剥离可能。2017年北京下坡屯在建和已建商品房分别为28.3亿、0.62亿，占整个地产板块的50%，开售后将有望减亏。

## ● 品牌、市场全国化+“三个聚焦”成就牛栏山“低端酒”业绩快速成长

(1)产品聚焦：聚焦牛栏山陈酿战略大单品，打造二锅头品类代表。(2)市场聚焦：聚焦北京，深耕根据地，样板打造+板块联动，从2005年“一城、两洲、三区”到2012年“三级发展圈“再到2015年”2+6+2“战略，步伐稳健，滚动发展。(3)渠道聚焦：聚焦烟酒店+小餐饮渠道

## ● 未来三年复合增速60%，首次覆盖给予“强烈推荐”评级

预测2018-2019年收入分别为124.3/148.9亿元，同比分别+6.0%/19.7%；净利润分别为9.3/12.9亿元，同比分别+112.9%/38.1%；预计2018年酒类收入90亿左右，对应10-12%净利率，接近10亿利润给予30xPE，300亿市值，地产按照库存价值计算50亿价值，肉制品不贡献业绩，合计给予地产和肉制品30亿市值，总计330亿市值，给予“强烈推荐”评级。

● **风险提示：** 假酒侵权风险；生猪疫情风险；外埠扩张不达预期风险；地产销售不达预期风险

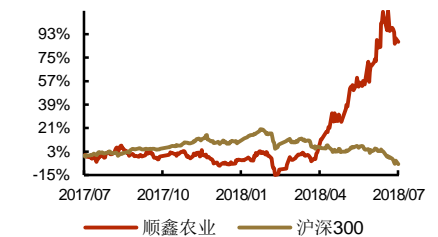
## 财务摘要和估值指标

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	11197	11,734	12,432	14,883	17,419
增长率(%)	16.2	4.8	6.0	19.7	17.0
净利润(百万元)	412.6	438	933	1,288	1,681
增长率(%)	9.6	6.3	112.9	38.1	30.5
毛利率(%)	34.5	33.9	37.9	38.4	37.7
净利率(%)	3.7	3.7	7.5	8.7	9.7
ROE(%)	6.2	6.2	11.9	14.2	15.7
EPS(摊薄/元)	0.72	0.77	1.64	2.26	2.95
P/E(倍)	53.11	50.0	23.5	17.0	13.0
P/B(倍)	3.81	3.6	3.2	2.7	2.2

## 强烈推荐(首次评级)

市场数据	时间 2018.07.02
收盘价(元):	36.97
一年最低/最高(元):	16.6/42.5
总股本(亿股):	5.71
总市值(亿元):	210.95
流通股本(亿股):	5.71
流通市值(亿元):	210.95
近3月换手率:	149.36%

## 股价一年走势



## 收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	19.88	94.89	93.75
绝对	10.26	82.56	86.69

## 相关报告

## 目 录

1、 顺义国资委控股企业，前期涉足多元化.....	4
1.1、 北京顺义区国资委旗下重要上市平台 .....	4
1.2、 前期涉足多元化，聚焦主业持续剥离 .....	4
2、 营收稳健增长，低端赛道称王.....	5
2.1、 业绩稳健增长 .....	5
2.2、 聚焦陈酿大单品，低端赛道称王 .....	5
3、 全国化战略稳步推进，“低端酒”赛道品牌集中度提升.....	7
3.1、 全国化战略稳步推进，业绩快速增长 .....	7
3.2、 以“光瓶酒”为代表的低端酒赛道品牌集中度逐步提升.....	9
3.3、 比较优势：产品力+渠道力+品牌力 .....	12
4、 肉制品稳定薄利，预计平稳发展.....	12
5、 非主业陆续剥离，优质主业价值凸显.....	13
6、 盈利预测及投资建议.....	16
附： 财务预测摘要.....	17

## 图表目录

图 1： 顺鑫农业股权结构图.....	4
图 2： 2013-2017 营收构成 .....	5
图 3： 2013-2017 毛利构成 .....	5
图 4： 2005-2017 年白酒销售额及复合增长率.....	5
图 5： 2000-2017 年白酒销售收入及复合增长率.....	5
图 6： 上市酒企 2017 年白酒销量（万千升） .....	7
图 7： 顺鑫农业历年白酒销量及同比增长.....	7
图 8： 2000 年至 2017 年白酒销售收入及同比增速 .....	8
图 9： 立足北京，外埠强势扩张.....	8
图 10： 2011-2017 北京市场稳定，外埠年复合增长率 23.1%.....	9
图 11： 2007-2016 光瓶酒市占率%（销量） .....	9
图 12： 2007-2016 光瓶酒市占率%（销售额） .....	9
图 13： 低端酒销量份额仍过半.....	10
图 14： 结构性扩容也将推升低端酒品牌集中度.....	10
图 15： 2016-2017 年顺鑫农业基数效应并不明显.....	11
图 16： 1Q2010 至 4Q2017 顺鑫农业母公司预收账款 .....	11
图 17： 2017 年末白酒上市公司预收账款.....	11
图 18： 2017 年末白酒上市公司预收账款/营业收入.....	11
图 19： 生猪价格及同比增速.....	13
图 20： 猪价与肉类加工板块毛利率反向变动 .....	13
图 21： 猪价增速与肉类加工板块毛利增速 .....	13
图 22： 2017 年上市酒企资产负债率比较.....	14
图 23： 2017 年上市酒企财务费用率比较.....	14
图 24： 2010 至 2017 年顺鑫农业财务费用 .....	14
图 25： 2010 至 2017 年顺鑫农业房地产业务收入 .....	14
图 26： 2010 至 2017 年顺鑫房地产业务毛利 .....	14

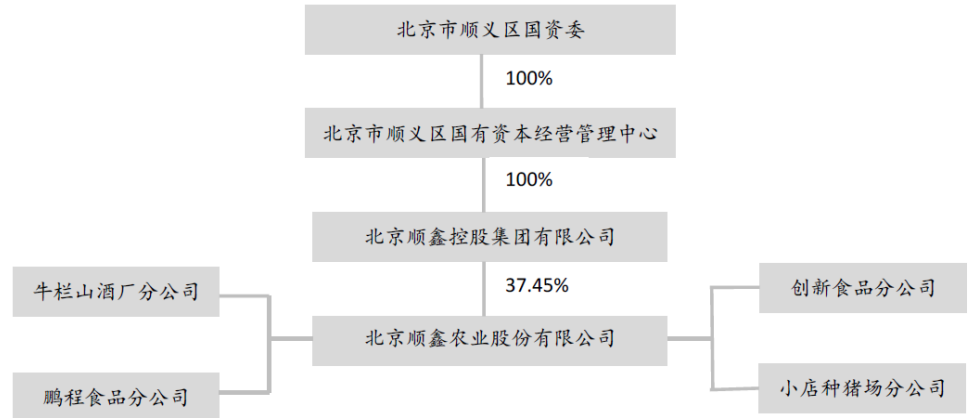
表 1: 五大主导产品.....	5
表 2: 顺鑫旗下产品低端为主.....	6
表 3: 全国化战略稳扎稳打: 聚焦北京大本营+样板市场打造+板块市场联动.....	8
表 4: 白酒档次分类.....	10
表 5: 大单品战略推进.....	10
表 6: 房地产业务历年净利润.....	14
表 7: 持续剥离非核心业务.....	15
表 8: 可比公司估值比较.....	16

## 1、顺义国资委控股企业，前期涉足多元化

### 1.1、北京顺义区国资委旗下重要上市平台

公司成立于1998年9月，1998年11月上市，是北京市首家农业类上市公司。公司控股股东为北京顺鑫控股集团有限公司，目前持股比例为39.19%。北京市顺义区国资委通过顺义区国有资本经营管理中心间接持有顺鑫控股集团100%股权，为公司实际控制人。

图1：顺鑫农业股权结构图



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

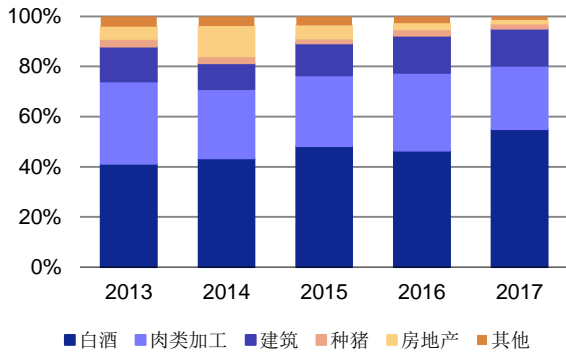
### 1.2、前期涉足多元化，聚焦主业持续剥离

公司原有产业驳杂，涉足多个板块，2015年初业务包括白酒、肉类加工和养殖、建筑工程、农批市场、食品加工和物流、房地产等。自从公司2015年起确定聚焦主业后持续剥离。

根据2014、2015年报披露，上市公司确定“主业突出、业务清晰、同业整合、价值实现”的发展思路，“做强做大主业、收缩非主营业务”，逐渐剥离非主业，2015年先后剥离了耘丰种业分公司、北京顺鑫国际种业有限公司、顺科农业技术开发分公司、北京顺鑫国际电子商务有限公司及杨镇供热中心资产或股权，2016年处置了所持有的北京顺鑫石门农贸产品批发市场的股权。

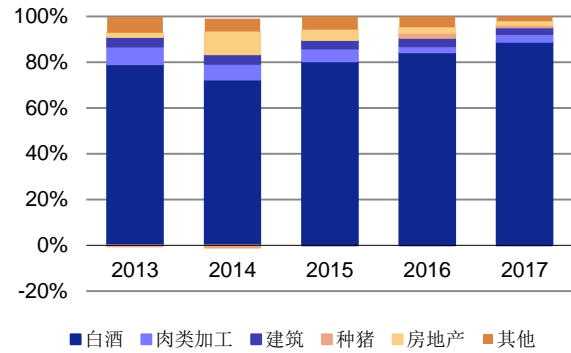
截至2017年底，公司旗下主要有三大业务板块，白酒、肉制品和建筑，2017年分占营收比例55%，25.3%和14.8%，毛利贡献分别为88.9%，3.4%和2.9%。旗下白酒以“牛栏山”和“宁城”两大品牌为主，“牛栏山”包括“二锅头”“百年”两大系列白酒；“宁城”现主要为绵香型宁城老窖白酒；公司肉制品板块包括种猪繁育、生猪养殖、屠宰及肉制品加工全产业链，主要包括“小店”牌种猪及商品猪、“鹏程”牌生鲜及熟食制品。

图2: 2013-2017 营收构成



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图3: 2013-2017 毛利构成

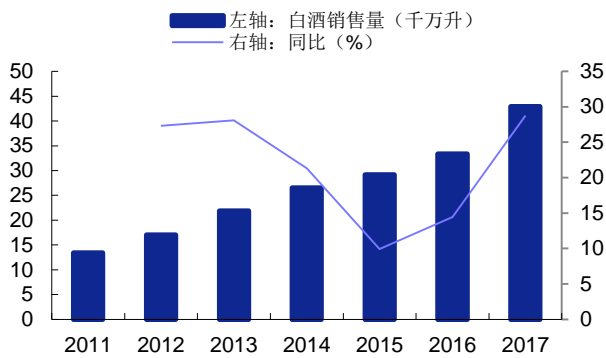


资料来源: Wind, 新时代证券研究所

## 2、营收稳健增长, 低端赛道称王

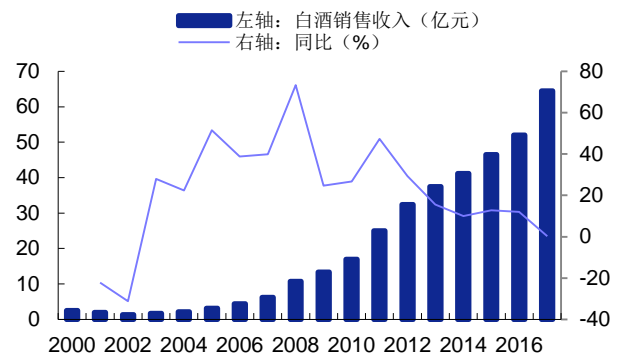
### 2.1、业绩稳健增长

图4: 2005-2017 年白酒销售额及复合增长率



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图5: 2000-2017 年白酒销售收入及复合增长率



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

### 2.2、聚焦陈酿大单品, 低端赛道称王

#### ① 以主线产品为主导, 区域开发产品为补充

一区一品做支撑, 构成牛栏山 5 大主导产品系列: 经典系列、传统二锅头、百年系列、陈酿、珍牛系列。

表1: 五大主导产品

系列	描述
经典系列	以经典二锅头 (黄瓷) 和珍品 30 年为代表的高端二锅头产品
传统二锅头	46 度、56 度绿瓶二锅头, 扁二等传统二锅头产品
百年系列	以百年牛栏山 (三牛)、百牛红为代表构建的腰部中档产品
陈酿	亲民酒代表产品, 超级大单品
珍牛系列	低端产品升级版

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

表2: 顺鑫旗下产品低端为主

价格带 (元)	销量 占比	描述	产品	售价 (元)	图片
0-20	60%	陈酿是绝对王者,是公司自2009年前后着力打造的产品,定价在15元左右,代表产品有牛栏山42陈酿,凭借过硬的产品力和品牌力迅速放量。由于2017年内年报披露白酒毛利率54.86%,同比-7.73pct,我们估计系低端酒在空白外埠快速扩张所致,估算2017年公司20元以下低端酒(陈酿、精制陈酿等)收入占比达到60%以上,年销售量达到30万吨以上。	牛栏山陈酿 42度 500ml	15	
			牛栏山典藏陈酿 56度 500ml	16	
50-100	20%	牛栏山百年系列有38度百年一牛、45度百年二牛、36度百年三牛、53度百年四牛等,其中三牛在北京及周边市场百元价位带均具有一席之地,属于经典产品。根据草根调研,以三牛为核心的牛栏山百年系列产品占比约20%。	牛栏山百年红 38度 500ml	75	
			百年牛栏山原味 43度 500ml	79	
			牛栏山蓝花瓷二锅头 45度 500ml	79	
			牛栏山百年三 52度 400ml	108	
100-200	20%	其他中高端100-200元价位如百年红10等估计销售占比约20%。	牛栏山百年三 36度 400ml	108	
			牛栏山百年红 52度 500ml	108	
			牛栏山二锅头百年陈酿 52度 400ml	118	
			百年牛栏山繁花似锦 42度 500ml	129	
			牛栏山珍品三十年 46度 500ml	158	

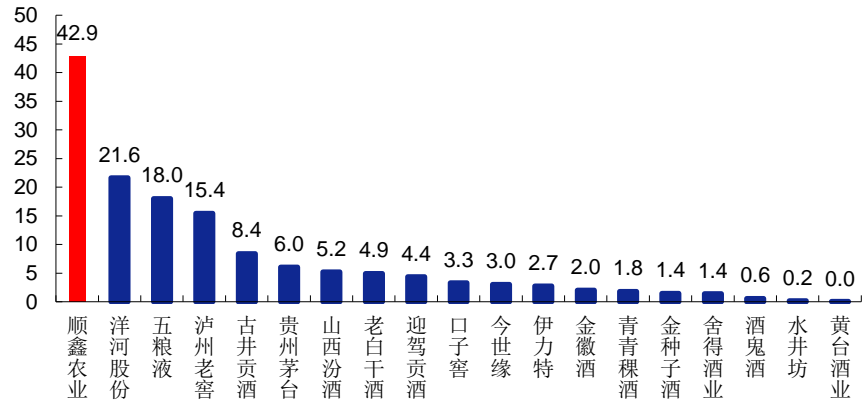
资料来源:公司公告,新时代证券研究所

## ② 顺鑫2017年销量42.93万吨,位居上市酒企第一。

2017年公司白酒销售量同比+28.7%,全国化渗透率进一步提升。公司2017H1/H2白酒收入增速分别为9.5%/48.2%,下半年提速明显,草根调研显示主

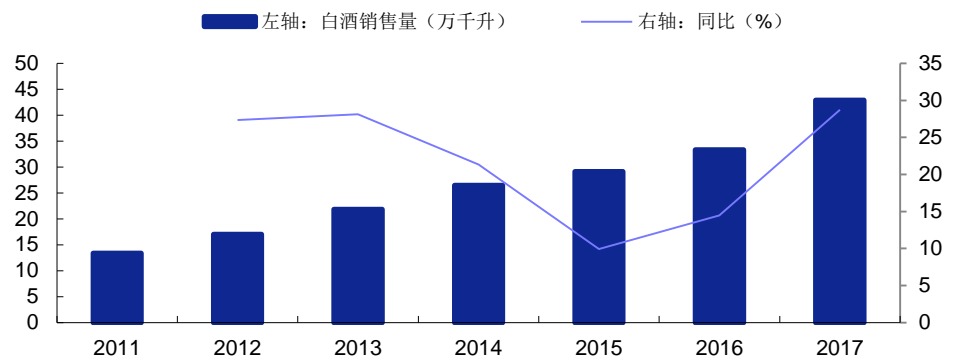
因上半年公司中高端价位酒处于调整期，略有下滑，下半年中高价位酒增速转正叠加陈酿外埠扩张加速。

**图6：上市酒企 2017 年白酒销量（万千升）**



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

**图7：顺鑫农业历年白酒销量及同比增长**



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

### 3、全国化战略稳步推进，“低端酒”赛道品牌集中度提升

#### 3.1、全国化战略稳步推进，业绩快速增长

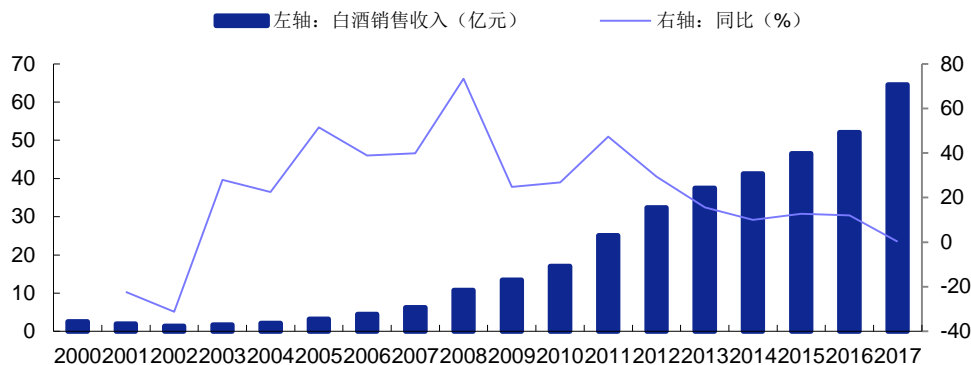
2018Q1 年最新数据：营收和净利分别为 39.7 亿和 3.7 亿，同比增 3.4%、95%。由于白酒收入占比大幅提升，2018Q1 毛利率同比上升 4.9pct。销售费用同比降 29%，可能由于费用确认季节性差异造成，预计 2018 年 2-4 季度将恢复均值水平。

当前北京地区贡献 60% 营收，18+ 亿级别省级市场。截至 2017 年外埠区域销售占比已经超过 40%，拥有 18 个以上亿元级别省级市场，且亿元级别市场预计不断增加。整体上看，其中北京年销售额 20 多亿，逐渐引导品类升级；河北、河南渗透较早，属于 10 亿级别市场；山东，内蒙、辽宁均属于亿元市场；长江三角洲预计接近 10 亿销售额；珠江三角洲较为薄弱。

我们预计，未来公司布局从北方市场逐渐转向全国，外埠强势扩张挤压空白区域（如长三角、珠三角，西部地区）原有低档酒品牌。草根调研显示长三角区域

2017年同比销售增长50%以上，西部地区也在成都布局新生产基地。

图8: 2000年至2017年白酒销售收入及同比增速



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

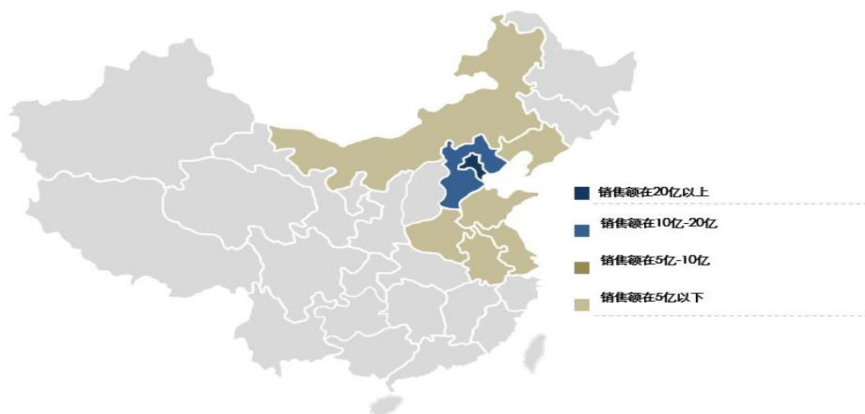
表3: 全国化战略稳扎稳打: 聚焦北京大本营+样板市场打造+板块市场联动

时间	事件
2005	提出“一城、两洲、三区”（一城为北京、两洲为长江三角洲和珠江三角洲、三区为华北、东北和西北）的全国化销售布局
2010	销量翻番至500万箱/年; 陈酿成“全国化”开路先锋
2011	开始做“大北京板块”，围绕北京市场打造几个亿元板块化市场（呼和浩特、天津、保定、沧州）
2012	提出“三级发展圈（1+4+5）”（以北京市场为1个核心，在北京周边打造天津、保定、沧州和呼和浩特4个亿元地级板块市场，作为根据地市场的二级发展圈；打造内蒙、辽宁、山西、河南和山东5个亿元省区市场，作为牛栏山的三级发展圈）。打造“北方板块”
2013	销售过2000万箱，销售额20亿以上
2015	提出“2+6+2”市场深耕（第一个2指的是北京市场和天津市场；6指的是山东、辽宁、内蒙、山西、河北、河南；第二个2指的是长江三角洲和珠江三角洲）。深化“北方板块”的同时，开始发力“南方板块”）

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

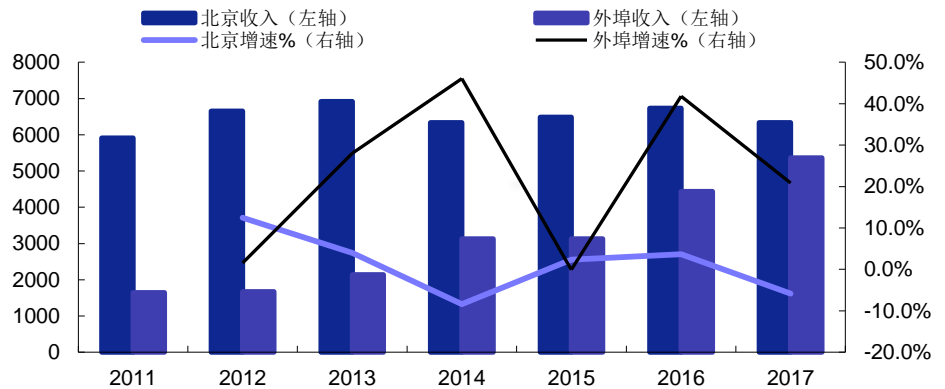
牛栏山聚焦“牛栏山·陈酿”大单品，聚焦培育北京基层流动人口，以清晰的品牌诉求“正宗二锅头，地道北京味”和优良的口感品质积累了广泛的基层消费群体，这也为后期快速全国化奠定了基础。彼时，主竞品红星困于体制和产品老化等原因，市占率逐步下滑。

图9: 立足北京，外埠强势扩张



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所



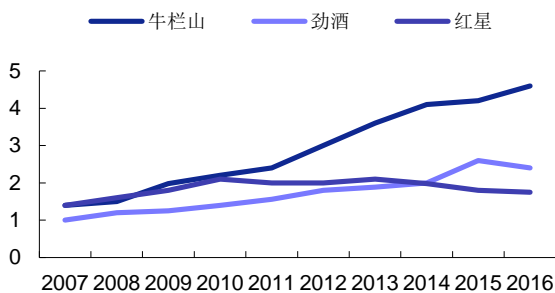
**图10: 2011-2017 北京市场稳定, 外埠年复合增长率 23.1%**

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

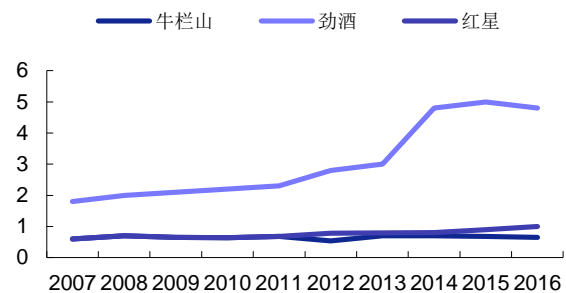
### 3.2、以“光瓶酒”为代表的低端酒赛道品牌集中度逐步提升

(1) 光瓶酒市场小品牌众多, 行业整体的增长规模有限, 未来主要看集中度的提升。

光瓶酒全国化代表品牌主要为牛栏山、红星、老村长、泸州老窖二曲酒等。根据欧睿数据, 2016年牛栏山销量市占率4.79%, 分别高出劲酒和红星2.13pct、2.61pct, 从2010年到2016年, 牛栏山和劲酒的销量市占率分别提升2.52pct、1.1pct, 红星销量市占率下降0.16pct。

**图11: 2007-2016 光瓶酒市占率% (销量)**

资料来源: 欧睿咨询, 新时代证券研究所

**图12: 2007-2016 光瓶酒市占率% (销售额)**

资料来源: 欧睿咨询, 新时代证券研究所

(2) 成本上升挤占地产低端酒品牌利润空间

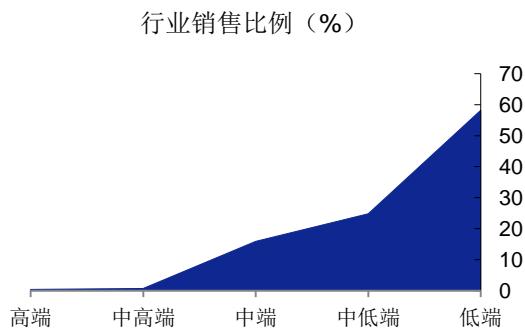
低端酒成本敏感度更高, 2017年以来包材涨价、环保税、消费税等因素极大的推涨了低端酒成本, 上市酒企凭借规模优势, 在低档白酒市场将进一步挤占杂牌酒空间。

从行业规模看, 国家统计局数据显示2017年全国规模以上白酒企业共生产白酒1198万千升, 同比+6.86%;完成销售收入5654亿元, 同比+14.42%。预估100元以下价位产品销量占比50%-60%。

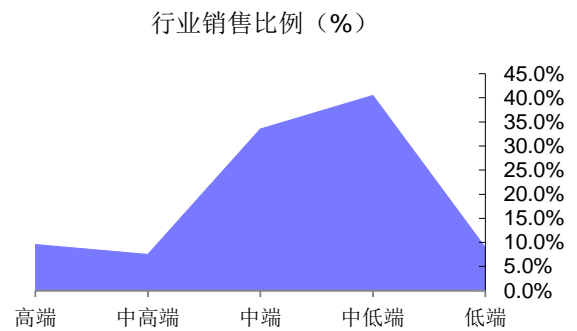
**表4: 白酒档次分类**

档次	价格区间	主要品牌
高端	800+	茅台、五粮液
中高端	300-800	梦之蓝、国窖 1573、天之蓝、剑南春、红花郎等
中低端	100-300	海之蓝、赖茅、五粮春、窖龄、特曲等
中端	50-100	剑南春、五粮醇、头曲、洋河大曲、西风酒等
中低端	30-50	泸州老窖、汾酒、枝江大曲、伊力春等
低端	30-	尖庄、二曲、老村长、五粮液尖庄、东北小曲、关东坊等

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

**图13: 低端酒销量份额仍过半**

资料来源: 新时代证券研究所估算

**图14: 结构性扩容也将推升低端酒品牌集中度**

资料来源: 新时代证券研究所估算

**表5: 大单品战略推进**

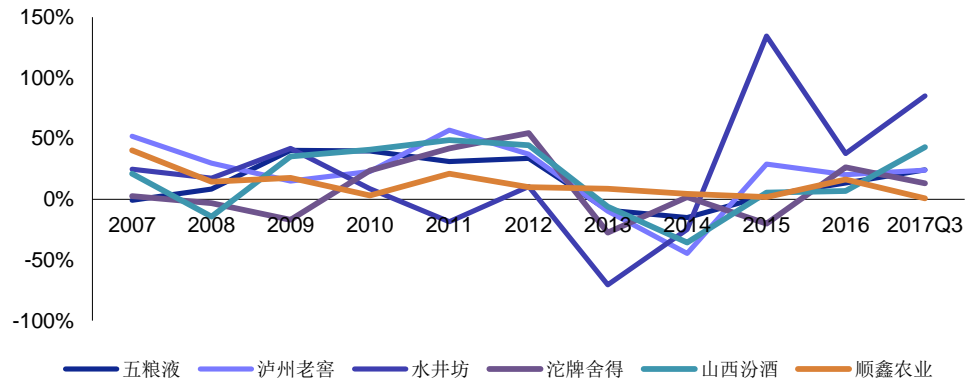
时间	事件
2005	陈酿初步起势, 当年销售 200 万箱; 北京市场占据主导地位
2010	销量翻番至 500 万箱/年; 陈酿成“全国化”开路先锋
2013	销售过 2000 万箱, 销售额 20 亿以上。

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

**(3) 基数效应弱化, 横向比较增速有望凸显**

由于大多数高端、中高端酒企在行业深度调整期收入规模经历严重萎缩, 因此 2017 年同比增速较为亮眼, 而顺鑫则是立足低端, 因此即使在行业低潮期仍实现多年稳定增长, 2013-2015 年白酒收入分别同比+15.6%/10%/12.8%, 基数效应不突出。预计 2018 年基数效应弱化后, 公司外埠扩张挤占杂牌低档酒效应会凸显, 白酒板块将有望保持 20% 以上增长。2017 年公司白酒收入 64.51 亿, 同比+23.95%, 1H/2H 同比增速分别为 9.51%, 48%, 从下半年明显提速即可见一斑。

图15: 2016-2017 年顺鑫农业基数效应并不明显

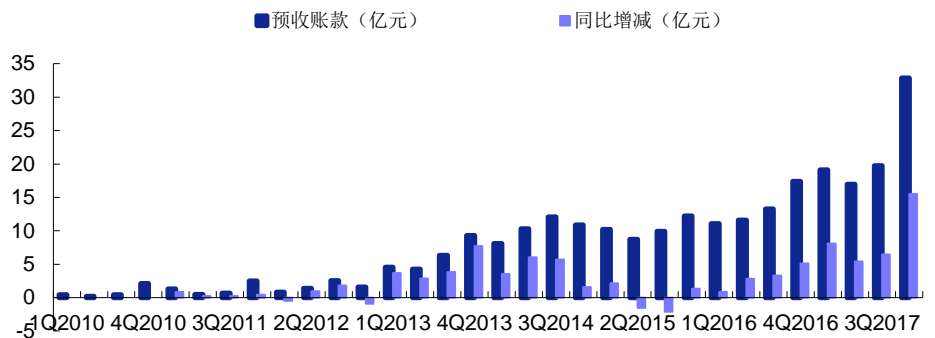


资料来源: Wind, 新时代证券研究所

(4) 预收款处于高位, 彰显渠道信心。

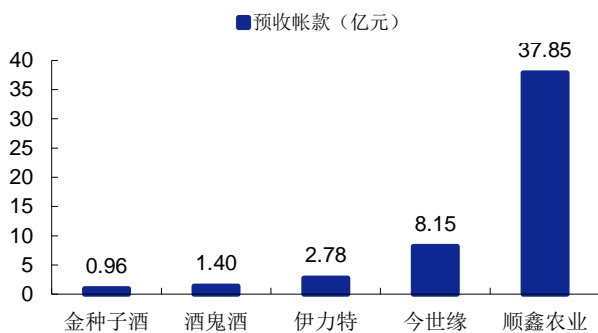
2017 年母公司预收款 (判断主要为白酒预收款) 高达 32.87 亿, 同比/环比分别+15.5/13.2 亿。公司旗下牛栏山系列于 2017 年 11 月 整体提价, 平均提升幅度 3-4%, 预计经销商对产品后续市场积极乐观提前打款。横向比较, 顺鑫农业预收款占公司营收比重达到 32.3%, 比例全行业最高, 彰显白酒板块余力十足。

图16: 1Q2010 至 4Q2017 顺鑫农业母公司预收账款



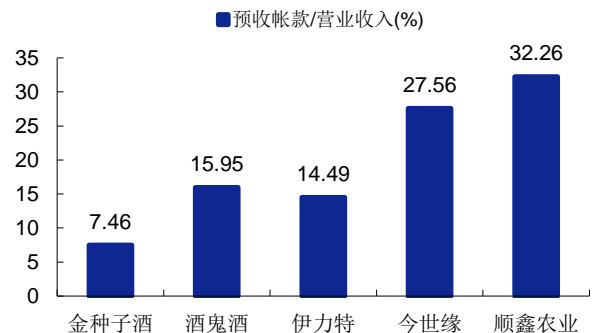
资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图17: 2017 年末白酒上市公司预收账款



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图18: 2017 年末白酒上市公司预收账款/营业收入



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

### 3.3、比较优势：产品力+渠道力+品牌力

我们认为牛栏山可以实现份额收割的原因主要有1)产品力:二锅头定位清晰,20元以下价格带性价比最优。在北方尤其是北京具有深厚的基础,已经成为低端酒第一品牌,品牌化带来性价比,挤压杂牌酒效果显著;2)渠道力:因地制宜,依托大商,厂商合作。利用核心经销商的重点终端资源,辅以厂家加大终端投入力度,商超渠道高渗透全覆盖,如在北京区域就借助创意堂(代理经典二锅头,三牛等中高档产品)等优质经销商的力量;3)品牌力:借助二锅头品类的高认知度,带动品牌传播。打造成二锅头品类的第一品牌,进一步的,在成熟市场进行品类升级,强化品牌形象,其他重点市场层层推进,具有良好的带动效应。4)竞争格局:20元以下价格带缺乏有力竞品,挤压区域小酒企和散装酒份额,公司在规模效应、品牌、品质上形成综合优势,竞争力也强于主流白酒品牌的低端线。

综上,我们预计在20元以下价格带行业规模足够,集中度低,公司已通过多年经验掌握外埠扩张的节奏的情况下,预计未来白酒收入有望保持20%以上增长。

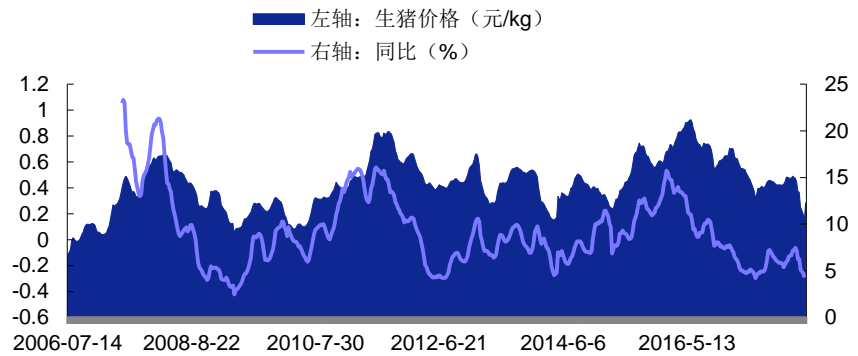
**成熟市场推进结构升级。**基于陈酿系列的成功经验,公司在成熟市场主动推进百元系列产品,目前以三牛为代表的百年牛栏山系列估计年销售额10亿以上,已经初具气候。牛栏山酒立足北京市场深耕多年,在北京人民心中美誉度高,可类比其他强势地产酒如洋河、古井等在省内引导的升级。因此我们预计成熟市场通过推进结构升级仍会带来收入增长。

## 4、肉制品稳定薄利,预计平稳发展

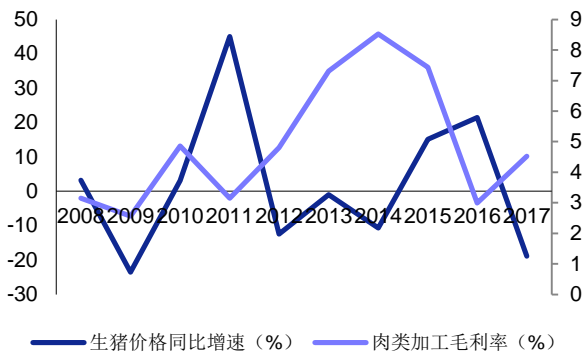
公司肉制品板块主要是生猪屠宰和肉制品加工业务,拥有“鹏程”牌生肉与肉制品等品牌产品。鹏程单厂屠宰量位居全国第一,是北京市最大肉制品加工基地,生鲜产品在北京市场占有率达到50%以上,在北京拥有销售队伍600人,日配送能力600吨,销售网点3000多家,长期以来承担着保障北京市“菜篮子”供应的重要使命。

2017年下半年生猪集中出栏增加供给及季节高温影响需求,猪价下行,因此2017年肉制品板块实现收入29.69亿元,同比-14.5%。而肉制品板块毛利率波动变化则与猪价波动相反。猪肉均价下行时期,肉制品毛利率将上行,2017年公司屠宰放量,产能利用率提升,进而提高公司屠宰业务毛利率,全年肉类加工业务毛利率4.52%,同比+1.5pct。

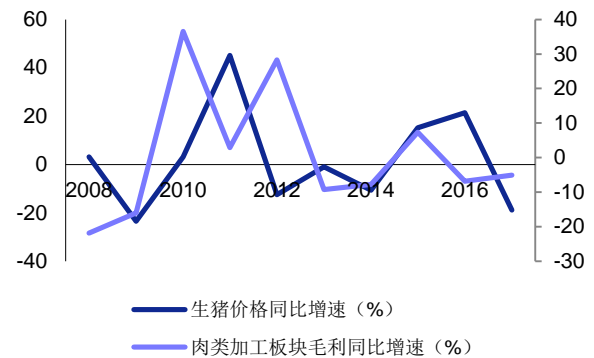
过去十年公司肉类加工业务规模均在30亿元左右,发展趋势较为平稳,考虑到猪价波动对肉制品板块收入和毛利率的反向影响,预计肉类板块未来也将保持30亿左右规模薄利平稳发展。

**图19: 生猪价格及同比增速**

资料来源：Wind，新时代证券研究所

**图20: 猪价与肉类加工板块毛利率反向变动**

资料来源：Wind，新时代证券研究所

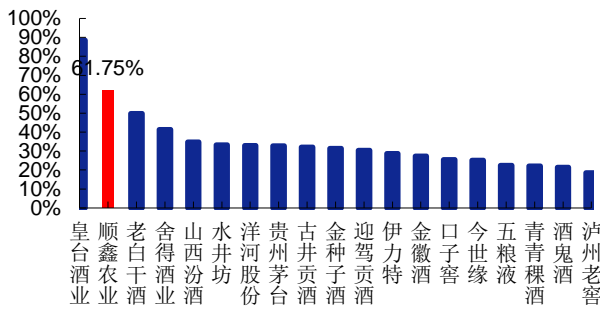
**图21: 猪价增速与肉类加工板块毛利增速**

资料来源：Wind，新时代证券研究所

## 5、非主业陆续剥离，优质主业价值凸显

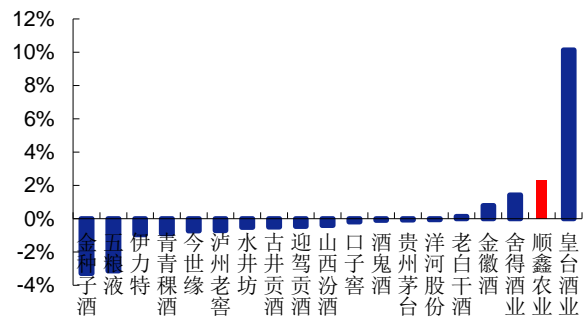
**地产财务费用高企，掩盖主业优势。**一直以来，公司“酒+肉”主业发展势头良好，现金流充裕，但旗下地产板块（主要由顺鑫佳宇子公司运作）产生大量财务费用，对整体业绩拖累明显，掩盖了主业的优良质地。白酒行业现金流充沛，多数酒企不仅没有财务费用，反而尽享利息收入，而顺鑫受到地产板块拖累，资产负债率和财务费用率显著高于同行业酒企，2016年顺鑫两项比率分别为61.7%和2.3%，白酒行业内仅次于皇台酒业。

图22: 2017年上市酒企资产负债率比较



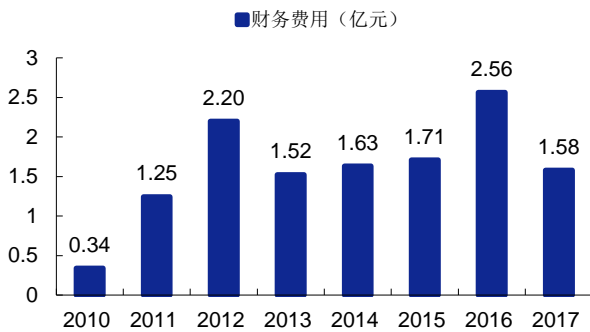
资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图23: 2017年上市酒企财务费用率比较



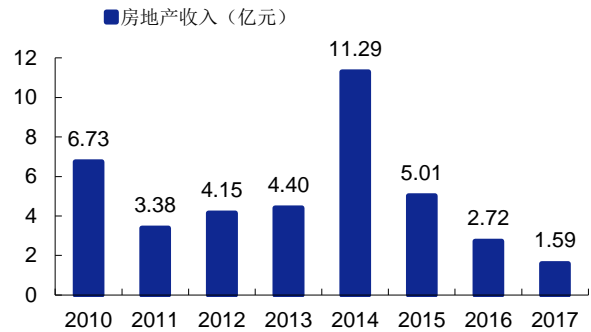
资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图24: 2010至2017年顺鑫农业财务费用



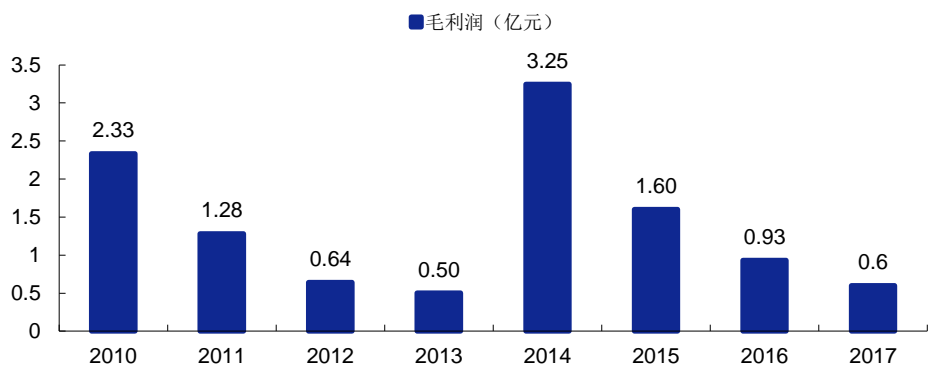
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图25: 2010至2017年顺鑫农业房地产业务收入



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图26: 2010至2017年顺鑫房地产业务毛利



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

表6: 房地产业务历年净利润

	2015	2016	2019
净利润 (万元)	8219.19	-19201	-22001

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

**2017年下坡屯项目开售, 预计财务压力缓解。**2017年年报披露地产存货约57.3亿, 占整个公司存货(78.2亿)的73.3%, 目前地产存货主要包括北京、包头和海南, 其中北京下坡屯和顺义商务中心项目占比最大。截至2017年底, 下坡屯在建和已

建商品房分别为 28.3 亿/0.62 亿，占整个地产板块的 50.4%，商务中心项目在建和已建商品房分别为 1.2 亿/10 亿，占整个地产板块的 19.5%，两者合计占地产板块 70%。

由于北京房地产市场形势良好，预计 2017 年下半年北京下坡屯开售后资金逐渐回笼，财务压力将减轻。2017 年公司财务费用 1.58 亿，同比-38.5%，主要系 5 月份超短融已还清、永续债降低财务费用所致。

**自公司于 2015 年初确定聚焦主业后，收缩步伐有条不紊。**资产剥离路径为先将易于理顺和接管的小体量板块剥离，再循序渐进厘清体量较大的资产。2015 年剥离种业、农业和电子商务，2016 年剥离物流、水利建筑和农贸市场，2017 年继续剥离水利建筑板块。

**表7：持续剥离非核心业务**

时间	内容	转让价格 (万元)	所属板块
2015.1.7	顺鑫控股收购顺鑫农业持有的耘丰种分公司 100% 股权	14.48	种业
2015.1.7	顺鑫控股收购顺鑫农业持有的北京顺鑫国际种业有限公司 100% 股权	1000	种业
2015.8.31	顺鑫控股收购顺鑫农业持有的顺科农业技术开发分公司 100% 的股权	654.96	农业
2015.12.24	顺鑫控股收购顺鑫农业持有的北京顺鑫国际电子商务有限公司 100% 的股权	374.76	电子商务
2016.1.11	顺鑫控股收购顺鑫农业持有的北京顺鑫创新国际物流有限公司 100% 的股权	1005.52	物流
2016.11.11	顺鑫控股收购顺鑫农业持有的北京顺鑫石门农产品批发市场 87.08% 的股权	42059.64	农副产品市场
2017.9.1	顺鑫建设科技收购顺鑫农业持有的北京鑫大禹水利建设工程有限公司 85.43% 的股权	29498.98	建筑与工程

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

**期待进一步聚焦主业。**我们推测北京项目售完后顺鑫佳宇体量缩减，不管是寻找市场化让渡还是采取其他手段都更为容易，按照公司一直以来的剥离路径，或有望继续剥离，进一步聚焦主业。自 2010 年以来，公司便没有新购土地，逐渐开发消化存量，也印证了我们对聚焦主业和资产剥离循序渐进的判断。

## 6、盈利预测及投资建议

预测 2018-2019 年收入分别为 124.3/148.9 亿元，同比分别+6.0%/19.7%；净利润分别为 9.3/12.9 亿元，同比分别+112.9%/38.1%；对应 PE 28.3/21.1。给予“强烈推荐”评级。

表8: 可比公司估值比较

标题	公司	市值(亿元)	收入增速(%)		利润增速(%)		EPS		PE	
			2017A	2017A	2018E	2019E	2018E	2019E		
高端	贵州茅台	9189	49.8	62.0	28.9	35.5	25	21		
	五粮液	2950	23.0	42.6	3.3	4.2	23	18		
	泸州老窖	891	20.5	30.7	2.4	3.1	25	19		
次高端	洋河股份	1983	15.9	13.7	5.5	6.9	24	19		
	山西汾酒	545	37.1	56.0	1.8	2.5	35	25		
	水井坊	270	74.1	49.2	1.3	2.0	41	27		
	舍得酒业	122	12.1	79.0	1.1	1.9	31	19		
	古井贡酒	391	15.8	38.5	3.4	4.5	26	20		
	口子窖	369	27.3	42.1	2.4	3.0	25	20		
中高端	今世缘	286	15.6	18.2	0.9	1.2	25	20		
	顺鑫农业	214	4.8	6.3	1.6	2.3	23	17		
	迎驾贡酒	147	3.3	-2.4	0.9	1.0	20	18		
	老白干酒	133	4.0	47.5	0.6	0.8	33	24		
	顺鑫农业	214	4.8	6.3			28	21		

资料来源: Wind 资讯, 新时代证券研究所



## 附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	13100	13841	15022	19213	21536	<b>营业收入</b>	<b>11197</b>	<b>11734</b>	<b>12432</b>	<b>14883</b>	<b>17419</b>
现金	4139	5096	5969	6125	7782	营业成本	7330	7753	7716	9170	10846
应收账款	181	92	197	150	256	营业税金及附加	1279	1293	1368	1637	1916
其他应收款	46	25	50	40	65	营业费用	1223	1150	1238	1338	1448
预付账款	469	215	510	358	657	管理费用	756	800	870	1042	1045
存货	<b>7799</b>	<b>7817</b>	<b>7723</b>	<b>10746</b>	<b>11098</b>	财务费用	256	158	-29	-48	-89
其他流动资产	467	595	574	1795	1677	资产减值损失	-9	36	0	0	0
<b>非流动资产</b>	4735	4571	4677	5309	5954	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0	投资净收益	186	95	72	89	111
固定资产	3316	3180	3278	3861	4453	<b>营业利润</b>	<b>548</b>	<b>638</b>	<b>1342</b>	<b>1834</b>	<b>2364</b>
无形资产	792	771	743	703	663	营业外收入	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
其他非流动资产	<b>627</b>	<b>620</b>	<b>655</b>	<b>745</b>	<b>838</b>	营业外支出	5	1	4	5	4
<b>资产总计</b>	<b>17835</b>	<b>18412</b>	<b>19699</b>	<b>24523</b>	<b>27490</b>	<b>利润总额</b>	<b>545</b>	<b>637</b>	<b>1338</b>	<b>1830</b>	<b>2361</b>
<b>流动负债</b>	7709	8174	9117	12980	14633	所得税	<b>120</b>	<b>195</b>	<b>388</b>	<b>518</b>	<b>648</b>
短期借款	3171	3400	3400	3400	3400	<b>净利润</b>	<b>425</b>	<b>442</b>	<b>950</b>	<b>1312</b>	<b>1712</b>
应付账款	449	279	445	415	602	少数股东损益	<b>12</b>	<b>4</b>	<b>17</b>	<b>24</b>	<b>32</b>
其他流动负债	<b>4089</b>	<b>4495</b>	<b>5272</b>	<b>9164</b>	<b>10630</b>	<b>归属母公司净利润</b>	<b>413</b>	<b>438</b>	<b>933</b>	<b>1288</b>	<b>1681</b>
<b>非流动负债</b>	3304	3111	2590	2303	1971	EBITDA	<b>1032</b>	<b>1130</b>	<b>1673</b>	<b>2166</b>	<b>2704</b>
长期借款	2855	2823	2302	2015	1683	EPS(元)	0.72	0.77	1.64	2.26	2.95
其他非流动负债	<b>449</b>	<b>288</b>	<b>288</b>	<b>288</b>	<b>288</b>						
<b>负债合计</b>	<b>11013</b>	<b>11285</b>	<b>11707</b>	<b>15283</b>	<b>16604</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
少数股东权益	76	39	55	80	111	<b>成长能力</b>					
股本	571	571	571	571	571	营业收入(%)	16.2	4.8	6.0	19.7	17.0
资本公积	2798	2798	2798	2798	2798	营业利润(%)	(1.7)	16.3	110.5	36.7	28.9
留存收益	2376	2719	3516	4617	6048	归属于母公司净利润(%)	9.6	6.3	112.9	38.1	30.5
归属母公司股东权益	6745	7088	7936	9160	10775	<b>获利能力</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>17835</b>	<b>18412</b>	<b>19699</b>	<b>24523</b>	<b>27490</b>	毛利率(%)	34.5	33.9	37.9	38.4	37.7
						净利率(%)	3.7	3.7	7.5	8.7	9.7
						ROE(%)	6.2	6.2	11.9	14.2	15.7
						ROIC(%)	4.7	4.4	7.2	8.9	10.4
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	61.8	61.3	59.4	62.3	60.4
						净负债比率(%)	28.3	20.0	3.9	(0.7)	-18.1
						流动比率	1.7	1.7	1.6	1.5	1.5
						速动比率	0.7	0.7	0.8	0.7	0.7
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.7	0.6	0.7	0.7	0.7
						应收账款周转率	49.0	85.9	85.9	85.9	85.9
						应付账款周转率	19.9	21.3	21.3	21.3	21.3
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益(最新摊薄)	0.72	0.77	1.64	2.26	2.95
						每股经营现金流(最新摊薄)	1.61	1.63	2.49	2.05	4.74
						每股净资产(最新摊薄)	10.07	10.67	12.16	14.30	17.13
						<b>估值比率</b>					
						P/E	53.11	49.98	23.48	17.01	13.03
						P/B	3.81	3.60	3.16	2.69	2.24
						EV/EBITDA	23.60	20.9	13.5	10.3	7.5

现金流量表(百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动现金流</b>	1008	2471	1418	1170	2706
净利润	425	442	950	1312	1712
折旧摊销	231	254	210	240	285
财务费用	256	158	-29	-48	-89
投资损失	-186	-95	-72	-89	-111
营运资金变动	331	1652	359	-244	909
其他经营现金流	-48	60	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	35	-91	-243	-783	-819
资本支出	<b>380</b>	<b>208</b>	<b>105</b>	<b>633</b>	<b>645</b>
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	415	118	-138	-150	-174
<b>筹资活动现金流</b>	-401	-423	-302	-231	-230
短期借款	<b>340</b>	<b>229</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
长期借款	-212	-32	-521	-287	(332)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	<b>-528</b>	<b>-620</b>	<b>219</b>	<b>56</b>	<b>102</b>
<b>现金净增加额</b>	<b>642</b>	<b>1957</b>	<b>873</b>	<b>156</b>	<b>1657</b>

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

**马浩博**，新时代证券研究所副所长兼食品饮料首席，上海交通大学企业管理博士，机械与动力工程硕士，7年从业经验，曾任东吴证券研究所所长助理兼食品饮料行业、中小盘首席，海通证券食品饮料行业首席分析师，14-16年连续三年新财富最佳分析师前五，2018年加入新时代证券

## 投资评级说明

### 新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

### 新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

## 机构销售通讯录

北京	<b>郝颖 销售总监</b>
	固话：010-69004649
	手机：13811830164
	邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	<b>吕莅琪 销售总监</b>
	固话：021-68865595 转 258
	手机：18221821684
	邮箱：lvyuqi@xsdzq.cn
深圳	<b>史月琳 销售经理</b>
	固话：0755-82291898
	手机：13266864425
	邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn

## 联系我们

### 新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1501室

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>